

香港股市 | 医药

药明生物 (2269 HK)

12 月订单情况有改观，未来将继续关注订单情况

2023 年四季度新增项目情况优于预期，微升 2023-25E 收入预测

公司近期再次更新营运情况，管理层表示由于四季度后全球生物技术融资情况改观，来自下游药企的订单有所增加，2023 年 12 月公司新增 41 个项目，导致 2023 年全年新增项目达 132 个并超越预期。公司新增项目中 114 个为收费较低的临床前项目，短期内对收入影响不大，如项目推进到后期临床或商业化阶段则会带来更多的收入。我们将公司 2023-25E 收入预测分别上调 0.04%、1.7%、4.0%。

未来将持续关注新增订单的情况

根据我们的了解，由于 2023 年前 11 个月获取项目的情况不佳，部分设施产能利用率不高，反映核心业务盈利的经调整净利润可能略微低于预期。公司 12 月新增订单较多，未来我们将持续关注公司新增订单的情况。我们将 2023E 经调整净利润微降 2.2%，不调整 2024E 经调整净利润预测，微升 2025E 经调整净利润预测 2.4%。

目标价微升至 32.35 港元，维持“中性”评级

考虑到十年期国债收益率下行，我们温和下调 DCF 模型中无风险利率假设，并且纳入 2033E 盈利预测。根据调整后 DCF 模型，目标价从 32.00 港元微升至 32.35 港元，维持“中性”评级。

风险提示：（一）生物药行业融资环境转差导致客户减少研发支出；（二）项目进展中出现断问题可能导致中断。

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2024 年 1 月 11 日）

年结：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	10,290	15,269	16,774	19,013	23,533
增长率 (%)	83.3	48.4	9.9	13.3	23.8
股东净利润	3,388	4,420	4,261	5,102	6,347
增长率 (%)	100.6	30.5	(3.6)	19.7	24.4
每股盈利 (人民币)	0.77	1.01	0.97	1.17	1.45
市盈率 (倍)	36.3	27.5	28.6	23.8	19.2
每股股息 (人民币)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
股息率 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
每股净资产 (人民币)	7.7	8.6	9.7	11.1	12.9
市净率 (倍)	3.6	3.2	2.9	2.5	2.2

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

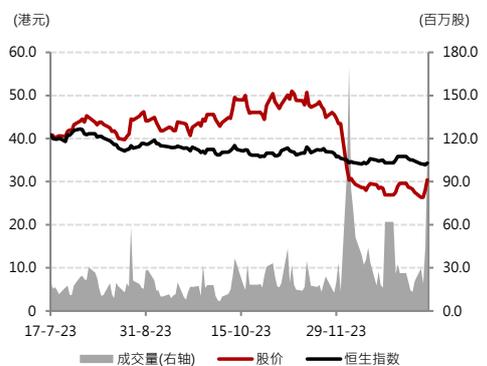
评级：中性

目标价：32.35 港元

股票资料（更新至 2024 年 1 月 11 日）

现价	30.45 港元
总市值	129,640.89 百万港元
流通股比例	85.82%
已发行总股本	4,257.50 百万
52 周价格区间	25.85-77.308 港元
3 个月日均成交额	1,122.43 百万港元
主要股东	李革等 (占 13.75%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

2023 年 12 月 5 日：药明生物 (2269 HK)：下调盈利预测与目标价

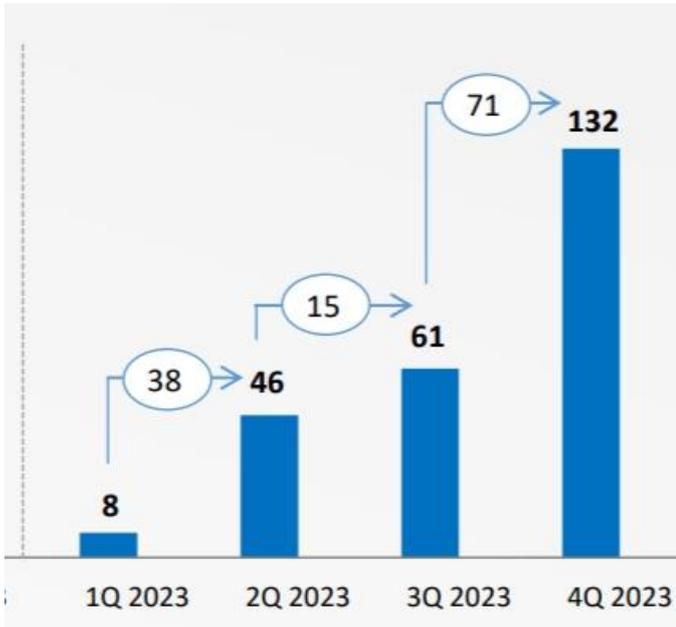
分析师

施佳丽

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 2023 年各季度新增项目情况 (单位: 个)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 2: 2023 年公司各临床阶段项目数量 (单位: 个)



来源: 公司资料, 中泰证券研究部

图表 3: 盈利预测调整 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
	旧预测	旧预测	旧预测	新预测	新预测	新预测	调整幅度 (%)	调整幅度 (%)	调整幅度 (%)
营业收入	16,774	19,013	23,533	16,781	19,327	24,466	0.04	1.7	4.0
服务成本	(9,754)	(10,714)	(13,217)	(9,868)	(10,907)	(13,739)	1.2	1.8	4.0
毛利	7,021	8,299	10,316	6,913	8,421	10,727	(1.5)	1.5	4.0
销售与管理费用	-1,531	-1,712	-2,119	(1,531)	(1,818)	(2,305)	0.0	6.2	8.8
研发开支	(712)	(850)	-1,052	(712)	(864)	(1,094)	0.0	1.7	4.0
其他开支	(132)	0	0	(132)	0	0	不适用	不适用	不适用
经营溢利	4,646	5,737	7,145	4,538	5,738	7,328	(2.3)	0.0	2.6
其他收入及收益	446	392	471	446	394	478	0.0	0.7	1.6
财务成本	(155)	0	8	(155)	0	8	0.0	0.0	0.0
联营合营损益	(7)	0	0	(7)	0	0	不适用	不适用	不适用
其他	0	0	0	0	0	0	不适用	不适用	不适用
除税前利润	4,930	6,129	7,623	4,822	6,133	7,814	(2.2)	0.1	2.5
所得税开支	(553)	(924)	(1,149)	(537)	(925)	(1,178)	(3.0)	0.1	2.5
年度利润	2,338	2,529	2,675	2,338	2,482	2,725	0.0	(1.9)	1.9
非控股权益	148	175	217	148	178	226	0.0	1.7	4.0
股东净利润	4,229	5,029	6,257	4,137	5,030	6,410	(2.2)	0.0	2.4
经调整净利润	4,779	5,683	7,070	4,675	5,683	7,243	(2.2)	0.0	2.4

来源: 中泰国际研究部预测

图表 4：DCF 模型（年结：12 月 31 日，百万人民币）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	6,132	7,806	9,285	10,839	12,465	14,423	16,537	18,356	19,274	20,238
加：折旧与摊销	1,360	1,541	1,737	1,869	1,987	2,110	2,237	2,365	2,495	2,628
减：所得税	(925)	(1,178)	(1,401)	(1,636)	(1,881)	(2,177)	(2,496)	(2,771)	(2,909)	(3,055)
资本开支	(5,412)	(4,893)	(3,670)	(2,936)	(2,995)	(3,144)	(3,192)	(3,239)	(3,288)	(3,337)
营运资金变动	(1,372)	(943)	(1,085)	(1,247)	(1,434)	(1,635)	(1,848)	(2,051)	(2,153)	(2,261)
自由现金流	2,528	4,219	7,035	9,384	11,011	12,847	14,934	16,762	17,726	18,735
税后债务成本	1.8%									
无风险利率	2.6%									
风险溢价	9.5%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	12.1%									
WACC	9.5%									
永续增长率	5%									
股权价值（百万港币）	136,814									
每股内涵价值（港币）	32.35									

来源：中泰国际研究部预测^经调整净利润剔除股权激励开支、公允价值损益与汇兑损益

图表 5：每股股权价格敏感性分析（单位：港元）

		永续增长率				
		4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
WACC	8.6%	36.00	38.54	41.79	46.09	52.03
	9.1%	32.29	34.22	36.62	39.70	43.78
	9.5%	29.10	30.56	32.35	34.59	37.46
	10.0%	26.45	27.59	28.95	30.62	32.70
	10.5%	24.13	25.01	26.06	27.31	28.83
	11.0%	22.08	22.77	23.57	24.51	25.65

来源：中泰国际研究部预测

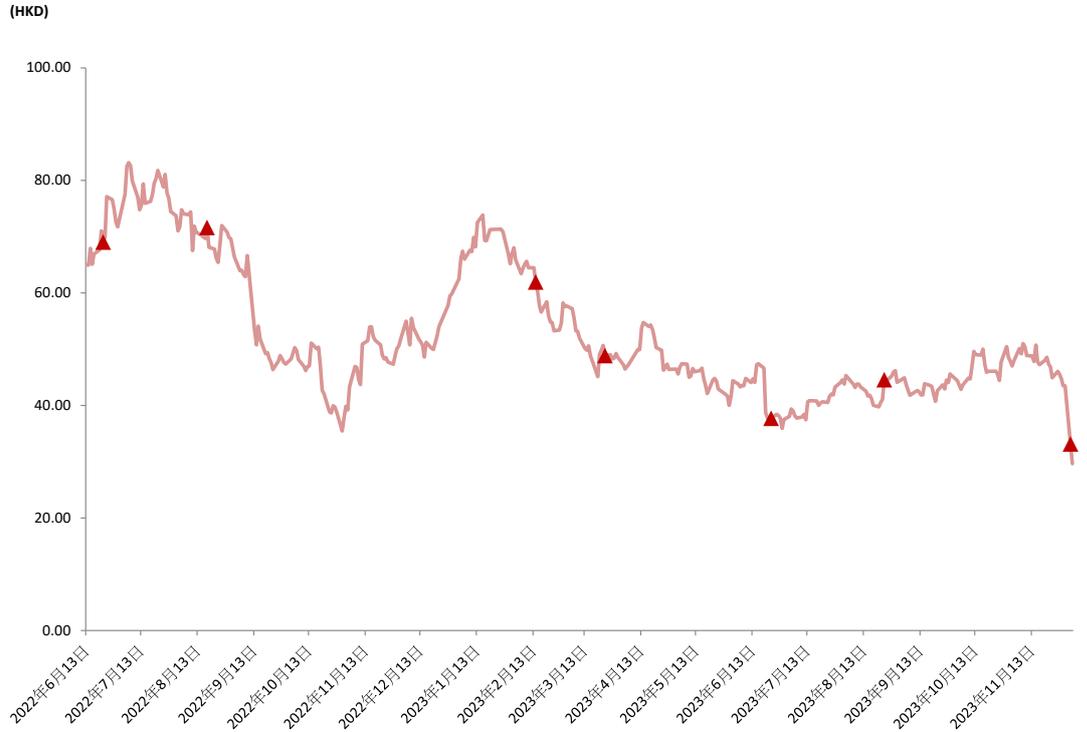
图表 6: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
损益表						现金流量表						
营业收入	10,290	15,269	16,781	19,327	24,466	税前利润	3,993	5,358	4,822	6,133	7,814	
服务成本	(5,461)	(8,545)	(9,868)	(10,907)	(13,739)	折旧及摊销	482	801	1,181	1,360	1,541	
毛利	4,829	6,724	6,913	8,421	10,727	营运资金变动	(963)	(974)	773	(1,372)	(943)	
SG&A	(1,001)	(1,433)	(1,531)	(1,818)	(2,305)	已付利息	39	64	155	(0)	(8)	
研发开支	(502)	(683)	(712)	(864)	(1,094)	已付税款	(350)	(586)	(537)	(925)	(1,178)	
其他开支	(157)	(259)	(132)	0	0	其他	230	879	775	177	1,064	
经营溢利	3,170	4,350	4,538	5,738	7,328	经营业务现金净额	3,431	5,542	7,170	5,373	8,290	
其他收入及收益	862	1,072	446	394	478	购买厂房及设备	(6,508)	(5,868)	(4,699)	(5,412)	(4,893)	
财务成本	(39)	(64)	(155)	0	8	其他	(3,094)	(40)	117	149	189	
联营合营损益	0	0	(7)	0	0	投资活动现金净额	(9,602)	(5,908)	(4,582)	(5,262)	(4,704)	
其他	0	0	0	0	0	净新增借款	(53)	(174)	176	191	206	
除税前利润	3,993	5,358	4,822	6,133	7,814	发行股份	10,978	0	0	0	0	
所得税开支	(485)	(808)	(537)	(925)	(1,178)	股息分派	0	0	0	0	0	
年度利润	3,509	4,550	2,338	2,482	2,725	其他	(2,715)	(2,418)	(100)	70	(0)	
非控股权益	120	130	148	178	226	融资活动现金净额	8,209	(2,592)	76	261	206	
股东净利润	3,388	4,420	4,137	5,030	6,410	年初现金	7,096	9,003	6,395	9,059	9,431	
经调整净利润	3,436	4,925	4,675	5,683	7,243	现金增加净额	2,039	(2,958)	2,664	371	3,792	
EBIT	4,032	5,422	4,977	6,132	7,806	汇率变动影响净额	(132)	350	0	0	0	
EBITDA	4,514	6,223	6,158	7,493	9,347	年末现金	9,003	6,395	9,059	9,431	13,223	
资产负债表						重要指标						
存货	1,687	2,281	2,302	2,763	3,617	增长率 (%)						
应收账款	4,857	5,610	4,919	7,081	7,863	收入	83.3	48.4	9.9	15.2	26.6	
现金	9,003	6,395	9,059	9,431	13,223	毛利	90.6	39.2	2.8	21.8	27.4	
其他	3,982	4,183	4,271	4,287	4,297	股东净利润	100.6	30.5	(6.4)	21.6	27.4	
流动资产	19,530	18,470	20,551	23,562	29,001	经调整股东净利润	100.3	43.3	(5.1)	21.6	27.4	
物业、厂房及设备	18,065	24,171	27,880	32,125	35,671	盈利能力 (%)						
无形资产及商誉	601	549	490	431	373	毛利率	46.9	44.0	41.2	43.6	43.8	
其他非流动资产	5,837	6,375	6,288	6,393	6,417	净利润率	32.9	29.0	24.7	26.0	26.2	
非流动资产	24,503	31,095	34,658	38,950	42,461	EBIT 利润率	39.2	35.5	29.7	31.7	0.0	
总资产	44,033	49,564	55,209	62,512	71,461	EBITDA 利润率	43.9	40.8	36.7	38.8	38.2	
贸易应付款项	3,698	3,269	3,320	3,507	3,992	净负债率 (%)		净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
短期借款	3,897	5,127	5,428	6,222	6,612	其他						
其他流动负债	661	923	923	923	923	有效税率 (%)	12.1	15.1	11.1	15.1	15.1	
流动负债	8,256	9,319	9,670	10,651	11,527	派息比率 (%)						
长期借款	641	1,462	1,505	1,551	1,597	ROAE (%)	12.6	12.8	10.7	11.4	12.7	
其他非流动负债	2,430	2,571	2,998	3,413	3,971	ROAA (%)	9.3	9.4	7.9	8.5	9.6	
非流动负债	3,071	4,033	4,503	4,963	5,568	存货周转率 (天)	92.6	84.8	84.8	84.8	84.8	
总负债	11,326	13,351	14,174	15,615	17,095	应收帐周转率 (天)	96.8	92.9	92.9	92.9	92.9	
股东权益	32,279	35,047	39,722	45,406	52,649	应付帐周转率 (天)	42.2	30.1	30.1	30.1	30.1	
非控股权益	428	1,166	1,313	1,492	1,717							
总权益	32,706	36,213	41,036	46,897	54,366							
净现金/(负债)	4,466	(193)	2,126	1,658	5,013							

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测^经调整净利润剔除股权激励开支、公允值损益与汇兑损益

历史建议和目标价

药明生物 (2269 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2022 年 3 月 25 日	HK\$69.32	买入 (维持)	HK\$118.35
2	2022 年 6 月 22 日	HK\$69.02	买入 (维持)	HK\$106.00
3	2022 年 8 月 19 日	HK\$71.61	买入 (维持)	HK\$110.40
4	2023 年 2 月 15 日	HK\$61.93	买入 (维持)	HK\$90.00
5	2023 年 3 月 27 日	HK\$48.84	买入 (维持)	HK\$90.70
6	2023 年 6 月 26 日	HK\$37.71	买入 (维持)	HK\$70.00
7	2023 年 8 月 25 日	HK\$44.55	买入 (维持)	HK\$58.00
8	2023 年 12 月 4 日	HK\$33.15	中性 (下调)	HK\$32.00
9	2024 年 1 月 11 日	HK\$30.45	中性 (维持)	HK\$32.35

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805